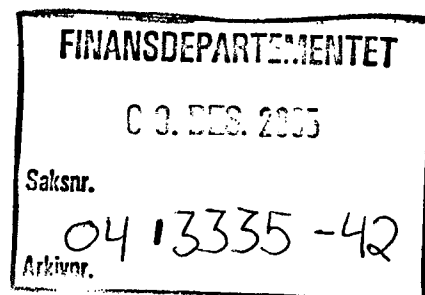


Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo



Deres ref.
04/3335 FM KW

Vår ref.
NBGGR1
05/01319

Oslo
05.12.2005

Høring - NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud

Finansdepartementet ber i brev av 1. september 2005 om Norges Banks vurdering av Innstilling I fra Verdipapirmarkedslovutvalget slik det er fremmet og begrunnet i NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper).

Utredningen foreslår hvordan Europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud kan gjennomføres i norsk rett. Dette direktivet fastsetter at det skal være tilbudsplikt, men gir ikke anvisning av hvilken tilbudspliktgrense som må eller bør vedtas. Utvalget foreslår likevel både å senke grensa for når tilbudsplikt skal inntre og å innføre gjentatt tilbudsplikt. Nivået for denne grensa var omstridt da verdipapirhandelloven ble vedtatt i 1997. Norges Bank var blant dem som i høringa gikk inn for ei lavere grense for tilbudsplikt enn det som ble vedtatt.

Norges Bank vil her kommentere spørsmålene omkring når og hvordan tilbudsplikt skal inntre og hvilke konsekvenser et tilbud bør ha for hvordan målselskapet skal kunne opptre. En rekke mer tekniske spørsmål om hvordan EØS-forpliktelsene kan ivaretas blir ikke kommentert.

Grense for tilbudsplikt

Som nevnt hadde Norges Bank et avvikende syn på grensa for tilbudsplikt i drøftingene forut for vedtak av Verdipapirhandelloven i 1997. Drøftinga av grensa i høringsbrevet av 13. juni 1996 avsluttes slik:

"Drøftinga over viser at det særlig er de mindre og mellomstore investorene som kan bli skadelidende dersom grensen settes for høyt, mens en for lav grense primært vil kunne ramme store investorer, blant annet investorer som vurderer å overta kontrollen i selskaper. En for høy grense innebærer en risiko for at verdiene til mindre og mellomstore investorer kan bli tappet, mens en for lav grense neppe vil ha betydelige konsekvenser for større og profesjonelle investorer. Norges Bank mener derfor at de mulige skadevirkningene av for høy grense for tilbudsplikt bør tillegges mer vekt enn de mulige uheldige konsekvensene av for lav grense.

Ut fra nivået på aksjer som er "lagt døde" mht stemmerettigheter, ... , mener Norges

Bank at 33 1/3 prosent er en mer passende grense for norske forhold enn den foreslåtte grensen på 40 prosent. ...”

Norges Bank konstaterer at blant annet slike vurderinger har ført til at hele Verdipapirlovutvalget nå ønsker å senke grensa for når plikten til å gi tilbud på samtlige aksjer i mål-selskapet skal inntre. Flertallet går inn for å senke grensa til 33 1/3 prosent som er grensa for når en helt sikkert har negativ kontroll med selskapet. Et mindretall går inn for å skape enhetlige regler i Norden ved å senke grensa til 30 prosent som er grensa som gjelder i Sverige og er vedtatt i Finland. Av innstillinga går det også fram at 30 prosent er grensa for tilbudsplikt i store og viktige land som Frankrike, Storbritannia og Tyskland.

Norges Bank vil peke på at grensa uansett vil settes skjønnsmessig, og i praksis vil negativ kontroll med et selskap være oppnådd før en når en eierandel på 33 1/3 prosent. Norges Bank vil derfor anbefale at en lar argumentene om å bidra til likest mulig regelverk både i Norden og Europa være avgjørende og senker grensa for tilbudsplikt til 30 prosent slik mindretallet foreslår.

Gjentatt tilbudsplikt

Verdipapirhandelloven har i dag ikke regler om plikt til å gjenta tilbud når kontrollen med et selskap øker. Verdipapirlovutvalget mener at senket tilbudsplikt innebærer en økt fare for at det pliktige tilbudet utløses før prisen på aksjene reflekterer kontrollskiftet i selskapet. De vil derfor gi småaksjonærer beskyttelse ved overtakelser der kontrollskiftet først inntreer over den første grensa for tilbudsplikt. Utvalget foreslår derfor at de mindre aksjonærene skal få sjansen til å revurdere situasjonen ved at det innføres en gjentatt tilbudsplikt, og det antar at kontrollpremien vil være reflektert i den pliktige prisen i det gjentatte tilbudet. Dette vil gi økte retter til de små aksjonærene og innebære en byrde for store aksjonærer. De store aksjonærene kan være drivkraften i strukturendringer som sikter mot bedret kapitalavkastning. Verdipapirlovutvalget gir ingen oversikt over hvilke regler som gjelder på dette punktet i andre land utover et fyldig referat for reglene i Storbritannia (City Code of Takeovers and Mergers), og en henvisning til at det i Finland er vedtatt gjentatt tilbudsplikt ved erverv av 50 prosent av aksjene.

Utvalgets flertall foreslår plikt til gjentatt tilbud når eierandelen ved erverv passerer 50 prosent, mens et medlem foreslår at en følger reglene i ”the City Code”, og ønsker pliktig tilbud utløst ved ethvert kjøp mellom 30 og 50 prosent. Dette for å gi minoritetsaksjonærene økt beskyttelse ved såkalte ”krypende overtakelser”. På dette punktet kan ikke Norges Bank se at det er gjort rede for en internasjonal standard som det er naturlig å følge, og banken støtter derfor forslaget om gjentatt tilbud ved erverv av 50 prosent av aksjene. Norges Bank antar at det vil gi tilstrekkelig beskyttelse av minoritetsaksjonærer. Om det skulle utvikle seg en internasjonal standard det er naturlig å følge på dette punktet, går Norges Bank ut fra at saken vil bli tatt opp til ny vurdering.

Forbehold om myndighetsgodkjenning

Etter dagens lov kan en tilbyder ta forbehold ved frivillige tilbud, mens tilbud i samsvar med reglene om tilbudsplikt ikke kan ha forbehold. Det innebærer at tilbyder bærer risikoen dersom oppkjøpet ikke kan gjennomføres for eksempel på grunn av manglende godkjenning fra myndigheter. Tilbyder vil i så tilfelle måtte kjøpe akser til tilbudets pris og selge dem etter at godkjenning er avslått til det som da måtte være markedspris. Direktivet som skal gjennomføres åpner for at det kan tas forbehold ved tilbud som framsettes. Utvalget peker på at over-

taking av kontroll kan forandre myndighetsgodkjenning eller eventuelt gi myndigheter adgang til inngrep. Slike bestemmelser finnes i konkurranseloven og i betydelige deler av næringslovgivningen, i det minste den som gjelder finansieringsvirksomhet, medieeierskap, energi-produksjon og -distribusjon (inkl. fallrettigheter), deltaking i fiske og fiskeoppdrett og bergverksdrift. I deler av denne lovgivningen er det ikke gitt frister for varigheten av den offentlige saksbehandlingen.

Utvalget konstaterer at senking av grensa for tilbudsplikt isolert sett øker den finansielle risikoen ved tilbudet ettersom tilbyder ved senking av grensa for tilbudsplikt til 1/3 risikerer å måtte kjøpe 2/3 av målselskapet mot 60 prosent i dag med ei grense på 40 prosent. Et flertall foreslår at tilbyder skal kunne ta forbehold om myndigheter legger ned absolutt forbud mot gjennomføring av ervervet. Det foreslås ikke at det skal være adgang til andre typer forbehold. Et mindretall mener at slike forbehold skaper usikkerhet hos småaksjonærer som om de aksepterer et tilbud som inneholde et forbehold, er avskåret fra å avhende aksjen så lenge forbeholdet står.

Norges Bank er enig i at dette spørsmålet innebærer en vanskelig avveining av interesser. Et argument som ikke er framholdt i utredningen er at finansiell usikkerhet har sin pris. Det gjelder også for tilbud uten forbehold når muligheten for forbud mot ervervet foreligger. Om en tillater forbehold fjerner en usikkerhet fra tilbyder, og det vil, alt annet likt, normalt føre til at tilbudsprisen kan settes høyere og dette vil minoritetsaksjonærer nyte godt av i en tilbudssituasjon. Norges Bank antar at denne sannsynlige kompensasjonen for manglende likviditet så lenge forbeholdet står, er akseptabel for minoritetsaksjonærene og støtter derfor flertallets forslag om adgang til å ta forbehold. Norges Bank slutter seg til de stramme rammene som foreslås rundt slike forbehold, og viser her spesielt til tidsfristen på seks måneder fra det pliktige tilbudet blir framsatt. Banken vil også påpeke at drøftinga av disse spørsmålene illustrerer behovet for rask offentlig saksbehandling i slike saker.

Erverv av aksjer etter pliktig tilbud

Etter gjeldende rett kan tilbyder umiddelbart etter at pliktig tilbud er gjennomført, erverve aksjer til høyere pris enn den som lå i tilbudet. Utvalget refererer bestemmelser i Storbritannia og Sverige som fastsetter at tilbyder ikke kan kjøpe aksjer på bedre vilkår enn tilbudet i en periode etter tilbudet uten å gi samme pris til dem som aksepterte tilbudet.

Et flertall av utvalget foreslår å innføre en liknende bestemmelse som skal gjelde det første halve året etter utløpet av tilbudsperioden, mens et mindretall mener tilstrekkelig beskyttelse av minoritetsaksjonærene er ivaretatt gjennom det pliktige tilbudet. Norges Bank støtter over en styrking av minoritetsaksjonærenes stilling gjennom gjentatt pliktig tilbud. Flertallets forslag på dette punktet innebærer blant annet at hvis aksjen pga vellykket omstrukturering av selskapet under ledelse av ny dominerende eier øker kraftig i verdi, så skal denne eieren ikke kunne kjøpe aksjer i seks måneder uten å måtte kompensere dem som godtok det pliktige tilbudet. En slik bestemmelse kan bidra til at det blir vanskeligere å ta over og omstrukturere selskaper, og det vil kunne gjøre næringslivet mindre omstillingsdyktig. Norges Bank støtter derfor mindretallet som ikke vil ha en slik bestemmelse.

Oppkjøpsvern m.v.

Innstillinga har en omfattende vurdering av reglene om ulike sider ved oppkjøpsvern, og pliktene til styret i målselskapet når det foreligger oppkjøpstilbud. Norge har allerede gjennom

dagens lovgivning bestemmelser som sikrer at styret i målselskapet ikke kan sette i verk tiltak mot oppkjøp i strid med aksjonærfellesskapets interesser. Drøftinga konkluderer med at norske bestemmelser i all hovedsak oppfyller direktivets bestemmelser. Norges Bank ser det slik at presiseringene som utvalget er enige om å foreslå er form mer enn substans.

Generelt kan det påpekes at det er viktig at lovgivningen legger til rette for omstruktureringer, og det er spesielt viktig at ledelsen i foretak eller enkeltaksjonærer ikke kan forhindre omstruktureringer som er i aksjonærflertallets interesse. Betydningen av slike spørsmål vies betydelig interesse i økonomisk forskning, og på teoretisk grunnlag har en ei stund ansett det for klart at det er skadelig om ledelsen for foretak kan sette i verk tiltak for å forhindre oppkjøp eller andre strukturendringer.

Det blir også studert empirisk om styringsstruktur og omfanget av aksjonærretter har betydning for fortjenesten ved å sitte med en aksje. I et bidrag fra 2003 er dette studert basert på noterte amerikanske selskaper som er delt inn i ulike porteføljer etter graden av aksjonærdemokrati.¹ Studien viser at selskapene som har mest aksjonærdemokrati systematisk har høyere vekst i selskapsverdi, høyere fortjeneste, større salgsvekst, lavere kapitalutgifter og er involvert i færre selskapsoppkjøp enn de som har høy ledelsesmakt. Norges Bank vil derfor understreke betydningen av at norsk lovgivning er på høyde med beste internasjonale praksis på disse områdene.

Norges Bank mener de forslagene som fremmes er i tråd med dette. Norges Bank er enig i at den presise opplistinga av tiltak som ikke kan iverksettes i vphl § 4-17 er å foretrekke framfor en generell bestemmelse som i verste fall kan ødelegge verdier fordi styret i målselskapet ikke tør gjennomføre naturlige markedstiltak. Det vil også være nyttig med presiseringer av vphl § 4-16 slik at loven spesifiserer klarere at styret i målselskapet har plikt til å tilkjenne sin begrunnede vurdering av oppkjøpstilbudet. Når det gjelder kravene til selskapets informasjon om oppkjøpsvernregler har banken heller ikke andre merknader enn at det er fint at det kommer europeiske regler i samsvar med det vi allerede har i Norge.

Utvalget foreslår en ny bestemmelse ”§ 4-21 Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillige tilbud” som vil regulere ulike forhold dersom tilbudet skulle få tilstrekkelig oppslutning til at tvangsløsning kan gjennomføres. Forslaget er at tilbyder skal kunne kreve tvungen overføring av aksjer og gjenværende aksjonærer har rett til å kreve at tilbyder overtar aksjene. Normalt vil tilbudets pris gjelde. Bestemmelsen stiller helt presise krav til hvor raskt krav om tvungen overføring skal iverksettes, og det stilles dessuten krav om garanti for at pengeoppkjøret ved tvungen overføring av aksjer kan gjennomføres. Norges Bank mener forslagene vil legge til rette for ryddige prosesser i slike situasjoner, og støtter derfor dette forslaget.

Norges Bank mener for øvrig det vil være ryddigere å gi en presis frist for framsetting av tilbud i § 4-18 nytt fjerde ledd slik at betegnelsen ”innen rimelig tid” kan utgå. Det dreier seg jo her om en frist for å gjennomføre noe tilbyder har bestemt seg for at skal gjøres.

¹ Gompers, Paul, Joy Ishii and Andrew Metrick (2003): ”Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.

Tilbudsmyndighet

Når det gjelder kontroll med tilbud og eventuelle sanksjoner er det viktig at markedets tillit til kontrollmyndigheten ikke er omstridt. Norges Bank støtter derfor utvalgets forslag om bruk av det nøytrale ordet "tilbudsmyndigheten" som betegnelse på instansen som skal ha kontroll med at regelverket blir fulgt og står for sanksjonering. Banken mener det er uheldig om loven skulle bestemme at en privat aktør som Oslo Børs i utgangspunktet har fullmaktene: Det er forslaget i § 4-4 første ledd. Den økte internasjonaliseringa innebærer at internasjonal tillit til tilbudsmyndigheten er sentralt slik at en unngår tillitsproblemer ved myndighetsutøvelse ved grensekryssende tilbud. Dette er klargjort gjennom forslaget til andre ledd. Den uheldige normalregelen kan unngås ved å sløyfe § 4-4 første punktum, og ta ut den særlige henvisningen til Kredittilsynet i annet punktum. Det vil innebære at departementet fastsetter hvem som er tilbudsmyndighet, og at det kan fastsettes ulik myndighet for ulike deler av regelverket.

Norges Bank har også merket seg at gjeldende system i praksis hittil har fungert godt, og kan ikke se bort fra at det vil være hensiktsmessig å legge tilsynsmyndigheten til Oslo Børs i utgangspunktet. Om første ledd sløyfes, har en bedre juridisk fleksibilitet om det på et seinere tidspunkt skulle oppstå tvil om hva som bør være den rette instans, og om hvordan en legger best til rette for nødvendig internasjonal informasjonsutveksling.

Med hilsen


Kristin Gulbrandsen


Gunnvald Grønvik